

VRANDA (VRANDA TB)

บจก. วีรันดา รีสอร์ท

Current	Previous	IPO Price	2019 TP	Exp Return	THAI CAC	CG 2018
--	--	10.00	11.10	11%	N/A	N/R

Consolidated earnings

ผู้ออกหลักทรัพย์	VRANDA
จำนวนหุ้น IPO (ล้านหุ้น)	75 ล้านหุ้น
มูลค่าหุ้นที่ตราไว้ (บาท)	5.00
ระยะเวลาจองซื้อ	24-26 เม.ย. 2019
วันที่เริ่มทำการซื้อขาย	3 พ.ค. 2019
ที่ปรึกษาทางการเงิน	บล.บัวหลวง
ผู้จัดการการจัดจำหน่ายและรับประกันการจำหน่าย	บล.บัวหลวง
Sector	Tourism and Leisure

Consolidated earnings

(Bt mn)	2017	2018	2019E	2020E
Normalized profit	22	236	134	425
Net profit	22	236	134	425
EPS (Bt)-Norm	0.09	0.96	0.42	1.33
EPS (Bt)	0.09	0.96	0.42	1.33
% EPS growth	385.7	960.6	-56.4	216.7
Dividend (Bt)	0.00	0.21	0.17	0.53
BV/share (Bt)	4.73	5.48	6.45	7.61
EV/EBITDA (x)	14.9	7.9	12.3	4.9
PER (x) - Norm	110.1	10.4	23.8	7.5
PER (x)	110.1	10.4	23.8	7.5
PBV(x)	2.1	1.8	1.6	1.3
Dividend yield (%)	0.0	2.1	1.7	5.3
ROE (%)	1.9	18.9	7.9	18.9
No. of shares- full dilution	244.7	244.7	319.7	319.7
Par (Bt)	5.0	5.0	5.0	5.0

Source: Company data, FSS estimates

หมายเหตุ : บริษัทหลักทรัพย์ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน)

อาจเข้าร่วมเป็นผู้จัดจำหน่ายและรับประกันการจัดจำหน่าย

หุ้นสามัญเพิ่มทุนของบริษัท วีรันดา รีสอร์ท จำกัด (มหาชน) ที่

เสนอขายต่อประชาชนเป็นครั้งแรก

Analyst: Veeravat Virochpoka

Register No.: 047077

Tel.: +662 646 9821

email: veeravat.v@fnsyrus.com

www.fnsyrus.com

 Finasia Syrus Securities

 @finansia

 @fnsyrus

หนึ่งในผู้เชี่ยวชาญด้าน Boutique Hotel

ธุรกิจโรงแรม พัฒนาอสังหาริมทรัพย์ รวมถึงร้านอาหารและเครื่องดื่มของ VRANDA อยู่ในอุตสาหกรรมที่ดีคือภาคการท่องเที่ยวซึ่งยังมีแนวโน้มเติบโตต่อเนื่อง โดยธุรกิจที่สำคัญและมีบทบาทต่อการเติบโตในระยะหลังคือธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ สำหรับปี 2019 เราคาดว่าจะกำไรสุทธิจะหดตัวแรง -43.1% Y-Y จากฐานที่สูงในปี 2018 เพราะมีการโอนโครงการอสังหาริมทรัพย์ไปแล้วค่อนข้างมาก อย่างไรก็ตาม เราคาดว่ากำไรสุทธิจะกลับมาได้ก้าวกระโดด +216.7% Y-Y ในปี 2020 จากการเริ่มโอนโครงการอสังหาริมทรัพย์ที่หัวหิน เราประเมินมูลค่าเหมาะสมของ VRANDA ที่ 11.10 บาท

VRANDA ประกอบธุรกิจโรงแรม ธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ และธุรกิจร้านอาหารและเครื่องดื่ม โดยปัจจุบันมีโรงแรม 6 แห่ง โครงการที่พักอาศัย 3 แห่ง ร้านอาหารและเครื่องดื่ม 4 สาขา

อุตสาหกรรมท่องเที่ยวเป็นขาขึ้น VRANDA มีศักยภาพในการแข่งขัน

เรามองมองเชิงบวกต่อแนวโน้มอุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยที่คาดว่าจะแข็งแกร่งและเป็นขาขึ้นต่อเนื่องดีจะถูกกระทบจากเหตุการณ์ไม่ปกติหลายอย่างรวมถึงเหตุเรือล่มที่ภูเก็ตในเดือน ก.ค. 2018 โดยคาดว่าจะมีนักท่องเที่ยวปี 2019 จะยังทำจุดสูงสุดใหม่ที่ 41.1 ล้านคน +7.5% Y-Y ล่าสุดเราเริ่มเห็นนักท่องเที่ยวจีนมีการฟื้นตัวที่ดีขึ้นตั้งแต่เดือน ธ.ค. 18 หลังจากภาครัฐออกมาตรการฟรี Visa on Arrival ซึ่งแสดงให้เห็นว่าภาคการท่องเที่ยวเป็นหนึ่งในเครื่องยนต์สำคัญสำหรับเศรษฐกิจไทยที่มีความสำคัญ ขณะที่ตัว VRANDA เองมีศักยภาพในการแข่งขันที่สูงทั้งแบรนด์ที่เป็นที่รู้จัก โรงแรมแต่ละแห่งมีจุดเด่นเฉพาะตัวและอยู่ในทำเลที่ดี

ธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์เป็นปัจจัยหนุนการเติบโตหลัก

ในปี 2017-2018 ธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์เป็นปัจจัยขับเคลื่อนการเติบโตกำไร โดยเฉพาะจากการโอนโครงการวีรันดา เรสซิเดนซ์ พัทยา ขณะที่ปัจจุบัน VRANDA อยู่ระหว่างขายและก่อสร้างโครงการวีรันดา เรสซิเดนซ์ หัวหิน ซึ่งจากข้อมูลปัจจุบัน ณ วันที่ 31 ธ.ค. 2018 มียอดขายสะสมแล้ว 1,836 ลบ. หรือราว 75% ของมูลค่าโครงการ และคาดว่าจะเริ่มโอนได้หลังจากที่ก่อสร้างแล้วเสร็จภายใน 2Q20 ซึ่งจะเป็นปัจจัยหนุนผลการดำเนินงาน

กำไรจะชะลอชั่วคราวในปี 2019 เพื่อก้าวกระโดดในปี 2020

เราคาดว่ากำไรปี 2019 ของ VRANDA ที่ 134 ลบ. -43.1% Y-Y จากธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ที่คาดว่าจะหดตัวจากการโอนโครงการ วีรันดา เรสซิเดนซ์ พัทยา ที่ลดลงอย่างมีนัยยะหลังโอนไปมากแล้วในปี 2018 ขณะที่การเติบโตของธุรกิจโรงแรม ร้านอาหารและเครื่องดื่มชดเชยไม่ได้ อย่างไรก็ตาม เราคาดว่ากำไรปี 2020 จะกลับมาเติบโตอีกครั้งในปี 2020 ที่ 425 ลบ. +216.7% Y-Y จากการเริ่มโอนโครงการ วีรันดา เรสซิเดนซ์ หัวหิน รวมถึงอัตรากำไรที่ดีขึ้นจากทั้งผลของ Operating Leverage และ Margin ของธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ที่สูงกว่าธุรกิจโรงแรม

ประเมินราคาเหมาะสม VRANDA ที่ 11.10 บาท

เราประเมินมูลค่าหุ้นของ VRANDA ด้วยวิธี DCF (WACC 8.22% Terminal Growth 3%) ได้ราคาเหมาะสม ที่ 11.10 บาท โดย ณ ระดับราคาดังกล่าวเทียบเท่า 2019PER ราว 26.4 เท่า ใกล้เคียงค่าเฉลี่ยกลุ่มท่องเที่ยว แต่จะลดลงเหลือ 8.3 เท่าในปี 2020 ใกล้เคียงกลุ่มอสังหาริมทรัพย์

ลักษณะการประกอบธุรกิจ

หนึ่งในผู้เชี่ยวชาญด้าน Boutique and Designed Hotel

บริษัท วีรันดา รีสอร์ท จำกัด (มหาชน) (VRANDA) ประกอบธุรกิจโรงแรม ธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ประเภท อาคารชุดพักอาศัย และธุรกิจร้านอาหารและเครื่องดื่ม โดยมีประสบการณ์กว่า 15 ปี ปัจจุบันมีโครงการโรงแรม 6 แห่ง โครงการอาคารชุดพักอาศัยอีก 3 แห่ง และมีร้านอาหารและเครื่องดื่ม 4 แห่ง ตามรายละเอียดดังนี้

1. ธุรกิจโรงแรม ประกอบด้วย

- 1) โรงแรม วีรันดา รีสอร์ท หัวหิน
- 2) โรงแรม วีรันดา เดอะ ไฮ รีสอร์ท เชียงใหม่
- 3) โรงแรม โซ โซฟิเทล แบงค็อก
- 4) โรงแรม วีรันดา รีสอร์ท พัทยา
- 5) โรงแรม ร็อคกี้ บูติก รีสอร์ท
- 6) โรงแรม เวอโซ หัวหิน (อยู่ระหว่างพัฒนา)

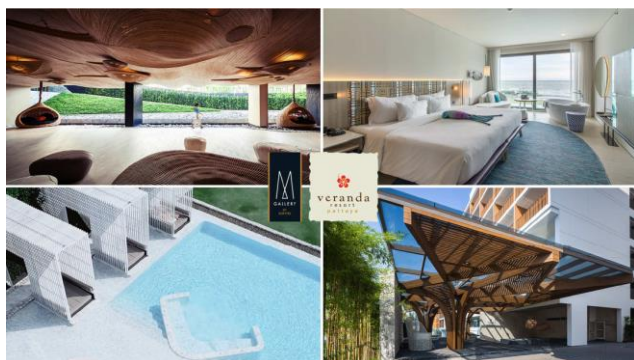
วีรันดา รีสอร์ท หัวหิน



วีรันดา เดอะ ไฮ รีสอร์ท เชียงใหม่



วีรันดา รีสอร์ท พัทยา



โซ โซฟิเทล แบงค็อก



Source: VRANDA

2. ธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ ประกอบด้วย

- 1) โครงการ วีรันดา ไฮ เรสซิเดนซ์ เชียงใหม่
- 2) โครงการ วีรันดา เรสซิเดนซ์ พัทยา
- 3) โครงการ วีรันดา เรสซิเดนซ์ หัวหิน (อยู่ระหว่างก่อสร้างและอยู่ระหว่างขาย)

วีรันดา ไฮ เรสซิเดนซ์ เชียงใหม่



วีรันดา เรสซิเดนซ์ พัทยา



วีรันดา เรสซิเดนซ์ หัวหิน



Source: VRANDA

3. ธุรกิจร้านอาหารและเครื่องดื่ม ประกอบด้วย

- 1) ร้านอาหาร ขนมหวาน และเครื่องดื่ม Skoop Beach Café สาขาพัทยา
- 2) ร้านอาหาร ขนมหวาน และเครื่องดื่ม Skoop Beach Café สาขาหัวหิน
- 3) ร้านเครื่องดื่ม และขนมหวาน KOF สาขาสาทร
- 4) ร้านเครื่องดื่ม และขนมหวาน KOF สาขาทองหล่อ

KOF



Skoop Beach Café



Source: VRANDA

VRANDA's Footprint



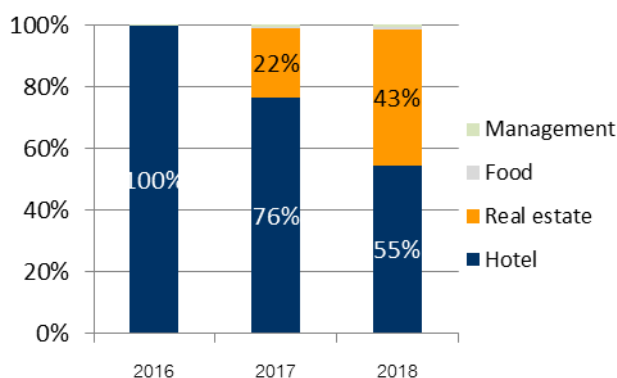
Source: VRANDA

รายได้ส่วนใหญ่มาจากธุรกิจโรงแรม แต่ธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์มีบทบาทมากขึ้น

รายได้ในช่วงปี 2015-2016 เกือบทั้งหมดของ VRANDA มาจากธุรกิจโรงแรมหลักเดิม 4 แห่ง (วีรันดา 3 แห่งและ โซ โซฟิเทล แบงค็อก) รวมถึงได้อานิสงส์จากการเข้าซื้อโรงแรม ร็อคกี้ บูติก รีสอร์ท ในปี 2015 ขณะที่รายได้จากธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ยังไม่มีบทบาทนัก เนื่องจากบริษัทอยู่ระหว่างการขายและพัฒนาโครงการอสังหาริมทรัพย์ขนาดใหญ่ คืออาคารชุดพักอาศัย วีรันดา เรสซิเดนซ์ พัทยา ซึ่งหลังจากที่ก่อสร้างเสร็จและเริ่มโอนห้องชุดตั้งแต่ปลายปี 2017 เป็นต้นมา ทำให้สัดส่วนรายได้จากธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ปรับตัวขึ้นเป็น 22% และ 43% ของรายได้รวมในปี 2017 และ 2018 ตามลำดับ

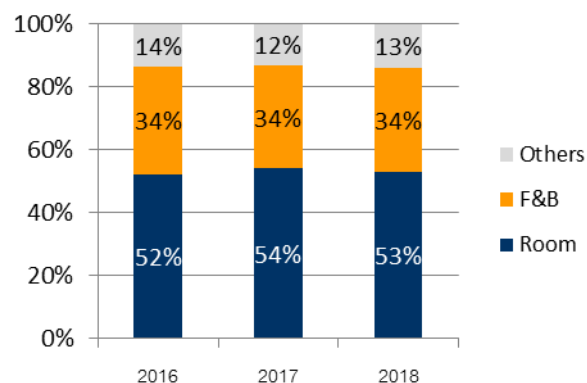
นอกจากนี้หากดูเฉพาะธุรกิจโรงแรมเป็นหลักพบว่าสัดส่วนราว 52-54% มาจากค่าห้องพัก อีก 34% มาจากอาหารและเครื่องดื่ม ส่วนที่เหลือมาจากบริการอื่นๆ อย่างไรก็ตามสัดส่วนรายได้จากอาหารและเครื่องดื่มต่อรายได้ค่าห้องพักอยู่ในช่วง 60-70% ถือว่าอยู่ในระดับปกติของโรงแรมระดับบนซึ่งจะมีรายได้จากส่วนดังกล่าวเป็นอีกสัดส่วนหลักเข้ามาหนุนนอกเหนือจากค่าห้องพัก

Company's Revenue Structure



Source: Company Data

Hotel's Revenue Structure



ผลการดำเนินงานในอดีต

ธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์สำคัญต่อการเติบโตในช่วง 2 ปีที่ผ่านมา ส่วนการลงทุนโรงแรมใหม่เป็นตัว

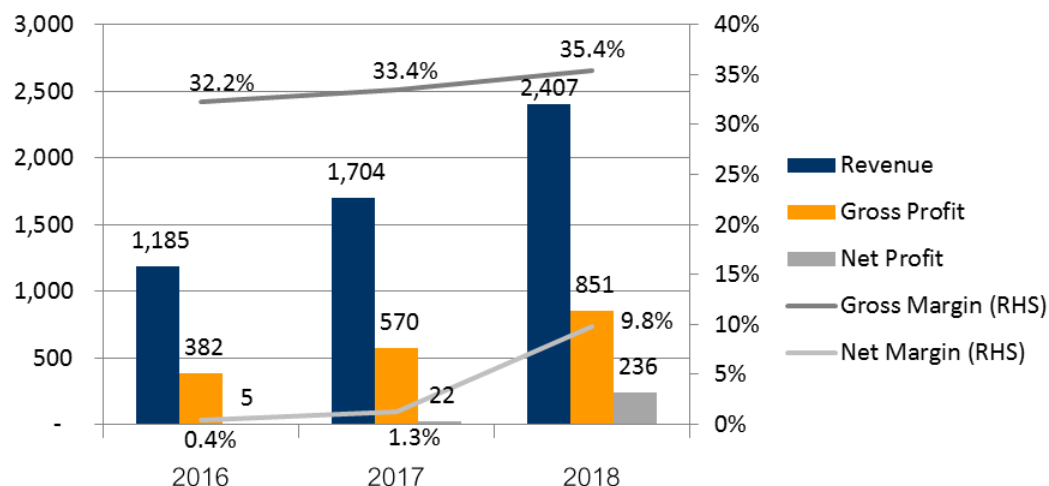
หนุน ในปี 2016-2018 รายได้ของ VRANDA มีการเติบโตอย่างต่อเนื่องโดยคิดเป็นอัตรา 23.9% CAGR โดย

ประกอบด้วย

- ธุรกิจโรงแรม มีรายได้เติบโตเฉลี่ย 5.4% CAGR ในช่วงปี 2016-2018 โดยได้แรงหนุนจากการเข้าลงทุนในโรงแรม ร็อคกี้ บูติก รีสอร์ท และการเริ่มเปิดให้บริการของโรงแรม วีรันดา รีสอร์ท พัทยา ในช่วงปลายปี 2015
- ธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ เป็นตัวขับเคลื่อนการเติบโตหลักจากการขายและเริ่มโอนโครงการวีรันดา เรสซิเดนซ์ พัทยา ตั้งแต่ 4Q17 เป็นต้น ซึ่งทำให้รายได้โตอย่างก้าวกระโดดแตะระดับกว่า 1 พันลบ.ในปี 2018
- ธุรกิจร้านอาหารและเครื่องดื่ม เพ็งอยู่ในช่วงเริ่มต้นเปิดให้บริการทั้ง Skoop Beach Café และ KOF ซึ่งแม้รายได้จะเติบโตดี แต่จากจำนวนสาขาที่ยังน้อยเพียง 4 สาขา ทำให้ในแง่สัดส่วนรายได้ยังไม่มีนัยสำคัญ (ราว 1% ของรายได้รวม)

ซึ่งจากรายได้ที่โตอย่างโดดเด่นและโดยเฉพาะอย่างยิ่งจากธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ (คิดเป็นสัดส่วน 44% ในปี 2018) ซึ่งโดยปกติจะมีอัตรากำไรที่สูงกว่าธุรกิจโรงแรม ส่งผลให้ในแง่กำไรสุทธิของ VRANDA เติบโตอย่างกว้างกระโดดกว่า 10 เท่าตัวจาก 22 ลบ.ในปี 2015 เป็น 236 ลบ.ในปี 2018

Revenue, Gross Profit, Net Profit, Gross Margin and Net Margin



Source: Company Data

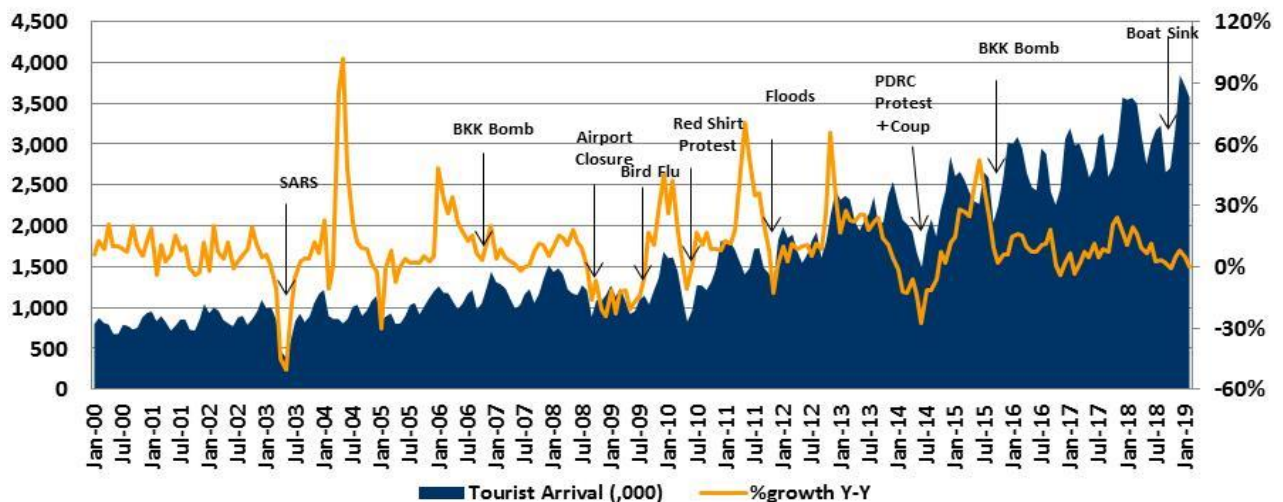
ประเด็นการลงทุนและคาดการณ์ผลการดำเนินงานในอนาคต

อุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยยังอยู่ในทิศทางขาขึ้น

ในช่วงเวลาหลายปีที่ผ่านมาอุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยได้ประสบกับเหตุการณ์ไม่ปกติทั้งเศรษฐกิจ การเมือง รวมถึงภัยธรรมชาติหลายต่อหลายครั้ง อย่างไรก็ตามภาพรวมจำนวนนักท่องเที่ยวยังสามารถฟื้นตัวกลับมาได้อย่างรวดเร็วและขยายตัวได้ต่อเนื่อง โดยในช่วงปี 2009-2018 จำนวนนักท่องเที่ยวมีการเติบโตเฉลี่ยถึง 10.1% CAGR โดยล่าสุดในปี 2018 จบที่ 38.2 ล้านคน +7.7% Y-Y แม้อุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยจะได้รับผลกระทบอย่างมีนัยยะจากเหตุเรือล่มที่ภูเก็ตตั้งแต่เดือน ก.ค. 19 และทำให้จำนวนนักท่องเที่ยวจีนใน 2H18 หดตัวแรง 9.6% Y-Y แต่หลังจากที่รัฐบาลมีการออกมาตรการฟรี Visa on Arrival ตั้งแต่วันที่ 15 พ.ย. 18 ถึง 30 เม.ย. 19 ส่งผลให้นักท่องเที่ยวจีนมีการฟื้นตัวอย่างมีนัยยะโดยล่าสุดช่วง 2M19 นักท่องเที่ยวจีนลดลงเพียง 2.2% Y-Y ขณะที่นักท่องเที่ยวรวม 2M19 อยู่ที่ 7.3 ล้านคน +2.5% Y-Y ขณะที่ทั้งปี 2019 คาดที่ 41.1 ล้านคน +7.5% Y-Y

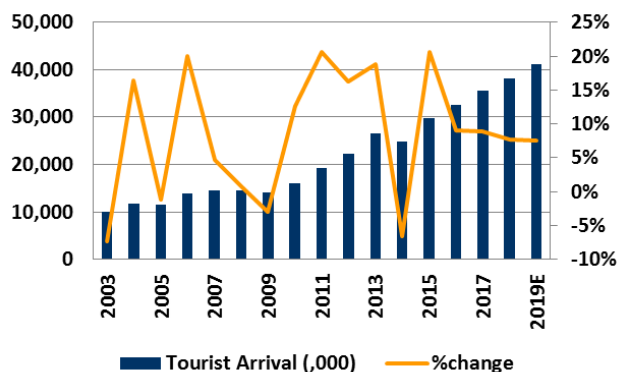
นอกจากนี้เนื่องจากรายได้จากการท่องเที่ยวเริ่มมีบทบาทสำคัญมากขึ้นสำหรับการเติบโตของเศรษฐกิจไทยในช่วง 10 ปีที่ผ่านมา โดยล่าสุดในปี 2018 คิดเป็นสัดส่วนสูงถึง 12.3% ของ GDP เพิ่มขึ้นจาก 6% ในปี 2008 ทำให้เราคาดว่าภาครัฐจะยังคงให้ความสำคัญและคาดว่าจะมีมาตรการกระตุ้นออกมาเพิ่มเติมหากมีการชะลอตัวนานเกินไป ซึ่งจากแนวโน้มอุตสาหกรรมและจำนวนนักท่องเที่ยวที่ฟื้นตัว คาดว่าจะส่งผลดีต่อรายได้และผลการดำเนินงานของ VRANDA ในอนาคต

Thailand's Tourist Arrivals still in Upward Trend



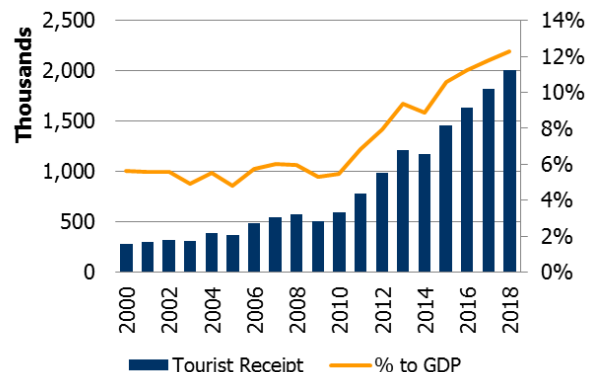
Source: MOTS

2019E Tourist Arrivals to Hit New High



Source: MOTS and FSS Estimates

Higher Tourism Receipt to GDP Ratio



แบรนด์เป็นที่รู้จัก มีเอกลักษณ์เฉพาะตัว และอยู่ในทำเลที่มีศักยภาพทั่วประเทศไทย

เรามองว่าหนึ่งในจุดแข็งของ VRANDA คือเรื่องของการออกแบบที่มีความโดดเด่นและเป็นเอกลักษณ์เฉพาะตัว โดยมีผู้บริหารที่มีประสบการณ์และความเชี่ยวชาญในธุรกิจนี้ ซึ่งสามารถสะท้อนแนวคิดของการดำเนินธุรกิจออกมาในโรงแรมแต่ละแห่ง และส่งผลให้แบรนด์ของ VRANDA กลายเป็นที่รู้จักและจดจำในสายตาของนักท่องเที่ยวในแง่ของความเชี่ยวชาญและเป็นผู้นำด้าน Boutique and Designed Hotel รวมถึงโรงแรมแต่ละแห่งยังอยู่ในทำเลที่มีศักยภาพสูงในแง่ของการแข่งขัน ยกตัวอย่างเช่น

- โรงแรม โซ โซพิเทล แบงค็อก มีจุดเด่นในการออกแบบโรงแรมและห้องพักเป็นธาตุทั้งหมด 5 ธาตุ ซึ่งมีรูปแบบและอารมณ์ของห้องที่แตกต่างกันเพื่อสร้างความแปลกใหม่ให้กับลูกค้าและตอบโจทย์ความต้องการที่หลากหลาย ตั้งอยู่ใจกลางกรุงเทพฯ ติดกับสวนลุมพินี



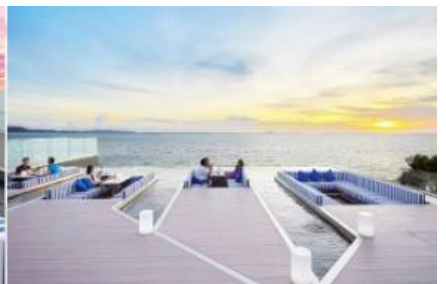
- โรงแรม วีรันดา รีสอร์ท หัวหิน มีจุดเด่นคือสระว่ายน้ำน้ำแบบ Infinity Edge ตามแบบฉบับของ VRANDA และอาคารแห่งใหม่ที่มี Pool Villa ส่วนตัว



- โรงแรม วีรันดา เดอะ ไฮ รีสอร์ท เชียงใหม่ จุดเด่นคือสระว่ายน้ำน้ำแบบ Infinity บนชั้นสูงสุดซึ่งสามารถมองเห็นวิวภูเขาได้แบบพาโนรามา (Panorama Pool)



- โรงแรม วีรันดา รีสอร์ท พัทยา จุดเด่นคือห้องอาหาร I Sea Sky / The Jetty ซึ่งตั้งอยู่บนชั้น 5 ของอาคาร สามารถนั่งอยู่บนผืนน้ำ และสามารถมองเห็นวิวที่สวยงามทะเล



ธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์จะเป็นปัจจัยขับเคลื่อนการเติบโตในปีหน้า

เราคาดว่าธุรกิจที่จะเป็นปัจจัยในการขับเคลื่อนการเติบโตของผลการดำเนินงานของ VRANDA คือธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ ซึ่งปัจจุบันมีอยู่ทั้งหมด 3 โครงการ โดย 2 โครงการแรกที่เชียงใหม่และพัทยาได้มีการเปิดขายก่อสร้างแล้วเสร็จ รวมถึงเริ่มโอนไปพอสมควรแล้วในช่วงหลายปีที่ผ่านมาทำให้มีมูลค่าคงเหลือขายและยอด Backlog เหลืออยู่ในระดับต่ำเพียง 137 ลบ. สำหรับโครงการเชียงใหม่และ 522 ลบ. สำหรับโครงการพัทยาดำเนินการตามลำดับ อิงจากข้อมูลล่าสุด ณ วันที่ 31 ธ.ค. 18

อย่างไรก็ตามโครงการใหม่ที่สำคัญและอยู่ระหว่างพัฒนาคือ โครงการ วีรันดา เรสซิเดนซ์ หัวหิน ซึ่งอยู่ระหว่างก่อสร้างและคาดว่าจะแล้วเสร็จในช่วง 1Q20 โดยจากข้อมูล ณ วันที่ 31 ธ.ค. 18 มียอดขายสะสมแล้ว 1,836 ลบ. คิดเป็น 75% ของมูลค่าโครงการ และคาดว่าจะส่วนใหญ่จะถูกโอนเพื่อรับรู้รายได้ในปี 2020 ซึ่งจะเป็นปัจจัยสำคัญในการขับเคลื่อนผลการดำเนินงานของ VRANDA ให้เติบโตอย่างก้าวกระโดด

Veranda Residence Hua Hin to Drive Growth in 2020

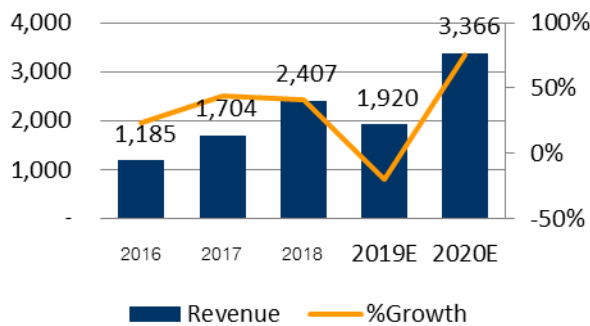
โครงการ	มูลค่าโครงการ	ขายสะสม	โอนสะสม	คงเหลือขาย	คงเหลือโอน (Backlog)
วีรันดา โฮ เรสซิเดนซ์ เชียงใหม่	230	93	93	137	0
วีรันดา เรสซิเดนซ์ พัทยา	1,946	1,735	1,424	211	311
วีรันดา เรสซิเดนซ์ หัวหิน	2,462	1,836	0	626	1,836
Total	4,660	3,664	1,517	996	2,147

Note: Data as of 31 Dec 2018

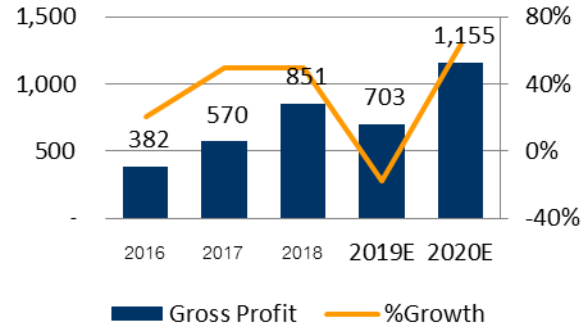
Source: Company Data

คาดการณ์ปี 2019 หยุดพักชั่วคราว ก่อนเติบโตทำจุดสูงสุดในปี 2020

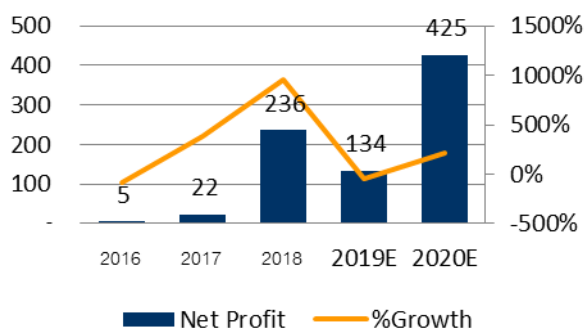
แนวโน้มผลการดำเนินงานในปี 2019 ของ VRANDA จะหดตัวแรงโดยเราคาดการณ์กำไรปกติที่ 134 ลบ. -43.1% Y-Y รายได้จากการดำเนินงานรวมคาดว่าจะหดตัว 20.2% Y-Y ซึ่งสาเหตุหลักมาจากฝั่งธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ที่รายได้หดตัวลงกว่า 50% Y-Y จากการโอนโครงการ วีรันดา เรสซิเดนซ์ พัทยา ที่ลดลงอย่างมีนัยยะจาก Backlog ที่ต่ำหลังจากยอดขายส่วนใหญ่ถูกโอนไปแล้วในปี 2018 ขณะที่ธุรกิจโรงแรม ร้านอาหารและเครื่องดื่มคาดว่าจะเติบโตราว 5% Y-Y ซึ่งไม่เพียงพอที่จะชดเชย อย่างไรก็ตามเราคาดการณ์กำไรปกติของ VRANDA จะกลับมาเติบโตอย่างก้าวกระโดดอีกครั้งในปี 2020 จากธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ที่จะกลับมาเติบโตอีกครั้งจากการเริ่มโอนโครงการ วีรันดา เรสซิเดนซ์ หัวหิน (คาดมูลค่าโอน 1,800 ลบ. ในปี 2019 และส่วนที่เหลือในปี 2020) ซึ่งจะทำให้รายได้จากการดำเนินงานรวมพลิกมาโตแรงถึง 75.3% Y-Y และด้วยผลบวกของ Operating Leverage รวมถึง Margin ของธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ที่สูงกว่าธุรกิจโรงแรมโดยปกติ ทำให้กำไรปกติปี 2020 คาดว่าจะปรับตัวขึ้นแรงมาอยู่ที่ 425 ลบ. +216.7% Y-Y โดย Net Margin คาดว่าจะขยายตัวอย่างมีนัยยะจาก 7% ในปี 2019 เป็น 12.6% ในปี 2020

VRANDA: Revenues


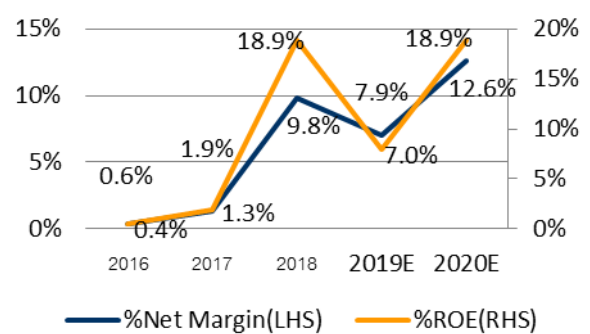
Source: Company Data, FSS estimates

VRANDA: Gross Profit


Source: Company Data, FSS estimates

VRANDA: Net Profit


Source: Company Data, FSS estimates

VRANDA: ROE and Net Margin


Source: Company Data, FSS estimates

ประเมินมูลค่าเหมาะสม

เนื่องจากธุรกิจโรงแรมที่มีกระแสเงินสดค่อนข้างสม่ำเสมอพอสมควร เราจึงประเมินมูลค่าหุ้น VRANDA ด้วยวิธี Discount Cash Flow (DCF) บนสมมติฐาน WACC 8.22% และ Terminal Growth 3% คำนวณราคาเหมาะสมตามปัจจัยพื้นฐานปี 2019 ได้ที่ 11.10 บาท/หุ้น แสดงดังตารางด้านล่าง

Valuation Table

Year	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
EBIT	267	608	308	189	211
Tax	-34	-106	-54	-34	-40
EBIT after tax	233	502	253	154	172
Depreciation	197	198	191	185	179
EBT+depreciation	431	699	445	340	351
Change in WC	-852	1,249	455	8	8
Capex	-200	-90	-90	-90	-90
Free cash flows	-621	1,858	809	257	269
PV factor	1.00	1.08	1.17	1.27	1.37
PV of Free cash flow	-621	1,717	691	203	196
Terminal value					5,307
PV of terminal value					3,869

Wacc	8.22%
Ke	11.0%
Kd	6.0%
Tax rate	20%
Beta	1.00
Rm	11%
Rf	3%
Debt	56%
Equity	44%
LT Growth	3%

Valuation	
PV of free cash flow	2,186
PV of terminal value	3,869
Total free cash flow	6,055
cash and short term investment	63
Firm liabilities	2,571
Minority Interest	0
Free cash flow to equity	3,547
No. of share	319.7
Value per share	11.09

Source: FSS Estimates

โดยที่ระดับราคาเหมาะสมดังกล่าวเทียบกับ 2019PER รว 26.4 เท่าซึ่งใกล้เคียงค่าเฉลี่ยของกลุ่มโรงแรม ณ ปัจจุบันที่ราว 26.6 เท่า อย่างไรก็ตามจากแนวโน้มการเติบโตของกำไร VRANDA ที่จะก้าวกระโดดในปี 2020 จากการเริ่มโอนโครงการอสังหาริมทรัพย์ที่หัวหิน จะทำให้ 2020PER ลดลงเหลือเพียง 8.3 เท่าใกล้เคียงค่าเฉลี่ยของกลุ่มอสังหาริมทรัพย์ เราจึงมองว่าราคาเหมาะสมดังกล่าวสมเหตุสมผล

Peers Comparison

	NPAT Growth		Gross Margin		Net Margin		ROA		ROE		PER	
	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
MINT	17.1	13.7	56.6	56.7	5.5	6.0	2.5	2.8	9.4	9.8	25.3	22.6
CENEL	3.9	8.1	41.9	42.1	10.1	10.2	8.1	8.0	16.0	15.7	25.4	23.5
ERW	13.5	15.5	55.0	55.5	8.6	9.2	3.3	3.5	10.3	11.0	29.3	25.3
Average	11.5	12.4	51.2	51.4	8.1	8.5	4.7	4.8	11.9	12.2	26.6	23.8
VRANDA	-43.1	216.7	36.6	34.3	7.0	12.6	2.6	8.1	7.9	18.9	26.4	8.3

Note: Data as of 27 March 2018

Source: FSS Estimates

โครงสร้างการถือหุ้น การเพิ่มทุน และนโยบายการจ่ายเงินปันผล

VRANDA มีทุนจดทะเบียน 1,750 ล้านบาท เรียกชำระแล้ว 1,223.4 ล้านบาท แบ่งออกเป็นหุ้นสามัญจำนวน 244.7 ล้านหุ้น มูลค่าที่ตราไว้หุ้นละ 5.00 บาท โดยภายหลังจากการเสนอขายหุ้นสามัญเพิ่มทุนจำนวน 75.0 ล้านหุ้นแก่ประชาชนเป็นครั้งนี้ บริษัทจะมีทุนจดทะเบียนเรียกชำระแล้วเต็มมูลค่าเท่ากับ 1,598.4 ล้านบาท แบ่งเป็นหุ้นสามัญ 319.7 ล้านหุ้น มูลค่าที่ตราไว้หุ้นละ 5.00 บาท

- วัตถุประสงค์การเพิ่มทุนครั้งนี้
- 1) ขยายธุรกิจโครงการรีสอร์ท เรสซิเดนซ์ หัวหินและโรงแรมเวโซ่ หัวหิน
 - 2) ชำระคืนเงินกู้ยืมแก่สถาบันการเงิน
 - 3) ใช้เป็นเงินทุนหมุนเวียนของกลุ่มบริษัท

ผู้ถือหุ้นเดิมของบริษัททุกรายที่ถือหุ้นจำนวน 100,000 หุ้นขึ้นไปจะเข้าทำหนังสือข้อตกลงกับผู้จัดการการจัดจำหน่ายและรับประกันการจำหน่าย โดยตกลงว่าจะไม่จำหน่าย จำนวน ก่อการติดพัน ขายหรือจำหน่ายจ่ายโอนหุ้นให้แก่บุคคลอื่นใดในช่วงระยะเวลา 1 ปี นับแต่วันที่หุ้นของบริษัทเริ่มทำการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ โดยภายหลังจากการซื้อขายครบ 6 เดือน จะสามารถขายหุ้นได้ 25% ของจำนวนหุ้นทั้งหมดที่ถูกสั่งห้ามขาย และสามารถขายส่วนที่เหลือได้เมื่อครบ 1 ปี

โครงสร้างผู้ถือหุ้น

รายชื่อผู้ถือหุ้น	ก่อน IPO	หลัง IPO
1. กลุ่มนายวิวัฒน์ องค์กรวิบูลย์	82.26%	62.96%
2. กลุ่มนายกิตติศักดิ์ สหโชคชัย	8.78%	6.72%
3. กลุ่มนายสาคร สุขศรีวงศ์	5.38%	4.12%
4. นายรณชัย กองบุญมา	1.25%	0.96%
5. นายศิริวัฒน์ วงศ์จารุกร	1.25%	0.96%
6. กลุ่มนายวิชัย กุลสมภพ	0.78%	0.59%
7. กลุ่มนายสุรศักดิ์ ว่องเกียรติถาวร	0.26%	0.20%
8. นางสาวเบญจมาศ ปานชัย	0.03%	0.02%
9. ประชาชนทั่วไป	-	23.46%
รวม	100.00%	100.00%

Source: Company Data

นโยบายการจ่ายปันผล

บริษัทมีนโยบายการจ่ายเงินปันผลไม่น้อยกว่า 40% ของกำไรสุทธิตามงบการเงินเฉพาะกิจการของบริษัทฯ ภายหลังหักภาษีเงินได้นิติบุคคลและเงินสำรองต่างๆทุกประเภทตามที่กฎหมายกำหนดและข้อบังคับของบริษัทฯ อย่างไรก็ตามอาจมีการเปลี่ยนแปลงซึ่งขึ้นอยู่กับความจำเป็นและความเหมาะสมอื่น ๆ ตามที่คณะกรรมการบริษัทเห็นสมควร

ปัจจัยเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ

ความเสี่ยงในการประกอบธุรกิจ ทั้งในด้านการลงทุนโครงการโรงแรมและอาคารชุดพักอาศัยใหม่ ทั้งในด้านการจัดหาที่ดิน ความล่าช้าและคุณภาพในการก่อสร้าง ต้นทุนราคาวัสดุก่อสร้างที่ผันผวน การปรับปรุงซ่อมแซมกฎระเบียบและการต่อใบอนุญาตต่างๆ รวมถึงการแข่งขันและความผันผวนของภาวะเศรษฐกิจและอุตสาหกรรมซึ่งอาจกระทบต่อผลการดำเนินงานให้ไม่เป็นไปตามเป้าหมาย

ความเสี่ยงด้านการเงิน จากการกู้ยืมซึ่งอาจได้รับผลกระทบจากความผันผวนของอัตราดอกเบี้ยเงินกู้และความสามารถในการชำระดอกเบี้ย ความเสี่ยงจากการละเมิดข้อกำหนดในสัญญาสินเชื่อ รวมถึงการที่บริษัทฯ อาจไม่สามารถจ่ายปันผลหรือเลือกที่จะไม่จ่ายปันผล

ความเสี่ยงด้านการบริหารจัดการ เนื่องจากบริษัทมีกลุ่มนายวิวัฒน์ องค์กรวิบูลย์เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่เกินกว่า 50% ทำให้สามารถควบคุมมติที่ประชุมผู้ถือหุ้นได้ นอกจากนี้คณะผู้บริหารของบริษัทฯ ยังเป็นผู้มีประสบการณ์ในอุตสาหกรรมโรงแรมและโครงการอาคารชุดพักอาศัยมานานกว่า 15 ปีตั้งแต่ก่อตั้งบริษัทฯ ซึ่งหากสูญเสียผู้บริหารและบุคลากรไป อาจกระทบเชิงลบต่อการดำเนินธุรกิจ

ความเสี่ยงเกี่ยวกับกับเสนอขายหลักทรัพย์ ได้แก่ ความเสี่ยงจากความผันผวนของราคาหุ้นที่อาจก่อให้เกิดผลขาดทุนอย่างมีนัยสำคัญต่อผู้ลงทุนในการเสนอขายหุ้น IPO ครั้งนี้ รวมถึงในอนาคตหากผู้ถือหุ้นรายใหญ่ขายหุ้นเป็นจำนวนมากออกมาอาจกระทบเชิงลบต่อราคาหุ้น ส่วนผู้ลงทุนที่มีที่อยู่นอกประเทศไทยอาจถูกจำกัดการเสนอขายหุ้นให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิมตามสัดส่วน (Right Offering) ในอนาคต

Income Statement (Consolidated)

(Bt mn)	2016	2017	2018	2019E	2020E
Revenue	1,185	1,704	2,407	1,920	3,366
Cost of sales	803	1,134	1,555	1,217	2,211
Gross profit	382	570	851	703	1,155
SG&A	328	445	478	461	572
Operating profit	54	125	373	242	583
Other income	26	27	25	25	25
EBIT	80	152	398	267	608
EBITDA	283	373	608	464	806
Interest charge	110	124	111	99	77
Tax on income	-12	6	51	34	106
Earnings after tax	-18	22	236	134	425
Minority interest	-22	0	0	0	0
Normalized earnings	5	22	236	134	425
Extraordinary items	0	0	0	0	0
Net profit	5	22	236	134	425

Cash Flow Statement (Consolidated)

(Bt mn)	2016	2017	2018	2019E	2020E
Net profit	5	22	236	134	425
Deprec. & amortization	203	220	210	197	198
Change in working capital	-445	-166	393	-852	1,249
Other adjustments	235	101	-7	-7	-7
Cash flow from operations	-3	177	831	-528	1,865
Capital expenditure	-119	-62	-63	-200	-90
Others	-260	-100	4	0	0
Cash flow from investing	-380	-162	-59	-200	-90
Free cash flow	-122	115	768	-728	1,775
Net borrowings	-309	6	-723	129	-1,271
Equity capital raised	1,288	0	0	638	0
Dividends paid	0	0	-51	0	-54
Others	-959	12	-716	-51	0
Cash flow from financing	329	12	-767	715	-1,325
Net change in cash	-53	27	5	-13	450

Balance Sheet (Consolidated)

(Bt mn)	2016	2017	2018	2019E	2020E
Cash	36	63	68	63	520
Accounts receivable	52	66	54	57	62
Inventory & Property					
Development Cost	1,281	1,691	1,222	2,088	884
Other current assets	74	64	55	55	55
Total current assets	1,443	1,884	1,400	2,262	1,521
Plant, property & equipment	3,596	3,438	3,291	3,294	3,186
Other assets	135	121	90	90	90
Total assets	5,174	5,442	4,781	5,647	4,798
Short-term loans	108	181	77	77	77
Accounts payable	369	494	381	396	447
Current maturities	1,435	747	271	271	271
Other current liabilities	423	535	509	509	509
Total current liabilities	2,334	1,957	1,237	1,253	1,303
Long-term debt	1,617	2,237	2,095	2,224	953
Other non-current liab.	88	93	109	109	109
Total non-current liab.	1,705	2,329	2,204	2,333	1,062
Total liabilities	4,039	4,286	3,441	3,586	2,366
Registered capital	1,223	1,223	1,750	1,750	1,750
Paid up capital	1,223	1,223	1,223	1,598	1,598
Share premium	465	465	465	727	727
Legal reserve	0	0	7	7	7
Retained earnings	38	60	238	321	692
Minority Interests	0	0	0	0	0
Shareholders' equity	1,135	1,156	1,341	2,061	2,432

Important Ratios (Consolidated)

	2016	2017	2018	2019E	2020E
Growth (%)					
Revenue	23.5	43.8	41.2	-20.2	75.3
EBITDA	43.0	31.8	63.1	-23.6	73.5
Net profit	-79.2	385.7	960.6	-43.1	216.7
Normalized earnings	-79.2	385.7	960.6	-43.1	216.7
Profitability (%)					
Gross profit margin	32.2	33.4	35.4	36.6	34.3
EBITDA margin	23.9	21.9	25.3	24.2	23.9
EBIT margin	6.7	8.9	16.5	13.9	18.1
Normalized profit margin	0.4	1.3	9.8	7.0	12.6
Net profit margin	0.4	1.3	9.8	7.0	12.6
Normalized ROA	0.1	0.4	4.6	2.6	8.1
Normalize ROE	0.6	1.9	18.9	7.9	18.9
Normalized ROCE	2.8	4.4	11.2	6.1	17.4
Risk (x)					
D/E	3.6	3.7	2.6	1.7	1.0
Net D/E	3.5	3.7	2.5	1.7	0.8
Net debt/EBITDA	14.2	11.3	5.5	7.6	2.3
Per share data (Bt)					
Reported EPS	0.02	0.09	0.96	0.42	1.33
Normalized EPS	0.02	0.09	0.96	0.42	1.33
EBITDA	1.16	1.52	2.48	1.45	2.52
Book value	4.64	4.73	5.48	6.45	7.61
Dividend	0.00	0.00	0.21	0.17	0.53
Par	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
Valuations (x)					
P/E	534.6	110.1	10.4	23.8	7.5
Norm P/E	534.6	110.1	10.4	23.8	7.5
P/BV	2.2	2.1	1.8	1.6	1.3
EV/EBITDA	19.7	14.9	7.9	12.3	4.9
Dividend yield (%)	0.0	0.0	2.1	1.7	5.3

Source: Company data, FSS research

บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน)

สำนักงานใหญ่ 999/9 อาคารดี ออฟฟิศ เอส แอท เซ็นทรัลเวิลด์ ชั้น 18 , 25 G,ถ.พระราม 1 แขวงปทุมวัน เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร	สำนักงานไทยซัมมิท ทาวเวอร์ (สายงานสนับสนุน) 1768 อาคารไทยซัมมิท ทาวเวอร์ ชั้น 5, 31 ถ.เพชรบุรีตัดใหม่ แขวงบางกะปิ เขตห้วยขวาง จ.กรุงเทพมหานคร	สาขา อัลมาลิงค์ 25 อาคารอัลมาลิงค์ ชั้น 9,14,15 ซ.ชิดลม ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร	สาขา อัมรินทร์ ทาวเวอร์ 496/502 อาคารอัมรินทร์ ทาวเวอร์ ชั้น 20 ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร	สาขา เซ็นทรัลปิ่นเกล้า 1 7/129-221 อาคารเซ็นทรัล ปิ่นเกล้า ทาวเวอร์ ชั้นที่ 16 ห้อง 2160/1 ถ.บรมราชชนนี แขวง อรุณอมรินทร์ เขต บางกอกน้อย จ.กรุงเทพมหานคร
สาขา บางกระบือ 3105 อาคารเอ็นมาร์ค ชั้น 3 ห้องเลขที่ A3R02 ถ.ลาดพร้าว แขวงคลองจั่น เขตบางกะปิ จ.กรุงเทพมหานคร	สาขา บางนา 589 หมู่ 12 อาคารชุดทาวเวอร์ 1 ออฟฟิศ ชั้น 19 ห้องเลขที่ 589/105 (เดิม 1093/105) ถ.บางนา-ตราด(กม.3) แขวงบางนา เขตบางนา จ.กรุงเทพมหานคร	สาขา ลินธ 1 130-132 อาคารลินธ ทาวเวอร์ 1 ชั้น 2 ถ.วิทยุ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร	สาขา เคียนหงวน (ลินธ 2) 140/1 อาคารเคียนหงวน 2 ชั้น 18 ถ.วิทยุ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร	สาขา ลาดพร้าว 555 อาคารสา ทาวเวอร์ 2 ยุติด 1106 ชั้น 11 ถ.พหลโยธิน แขวงจตุจักร เขตจตุจักร จ.กรุงเทพมหานคร
สาขา ประชาชื่น 105/1 อาคารบี ชั้น 4 ถ.เทศบาลสงเคราะห์ แขวงลาดยาว เขตจตุจักร จ.กรุงเทพมหานคร	สาขา รัชสิด 1/832 ชั้น 2, 2.5, 3 หมู่ 17 ต.คูคต อ.ลำลูกกา จ.ปทุมธานี	สาขา อัมบลราฮิม 990 อาคารอัมบลราฮิมเพลส ชั้น 12 ห้อง 1210 ถ.พระราม 4 แขวงสีลม เขตบางรัก จ.กรุงเทพมหานคร	สาขา รัตนธิเบศร์ 576 ถ.รัตนธิเบศร์ ต.บางกระสอ อ.เมืองนนทบุรี จ.นนทบุรี	สาขา ออนไลน์เมืองทองธานี 50/819 ชั้น 2 หมู่ 9 แขวงบางพุด เขตปากเกร็ด จ.นนทบุรี
สาขา ศรีราชา 135/99 (ตึกคอม ชั้น G) ถนนสุขุมวิท ต.ศรีราชา อ.ศรีราชา จ.ชลบุรี	สาขา ขอนแก่น 1 311/16 ชั้น 2 ถ.กลางเมือง ต.ในเมือง อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น	สาขา ขอนแก่น 3 311/1 ถ.กลางเมือง (ฝั่งริมฝั่ง) ต. ในเมือง อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น	สาขา อุดรธานี 197/29, 213/3 ถ.อุดรชัย ต. หมากร้าง อ.เมืองอุดรธานี จ.อุดรธานี	สาขา เชียงใหม่ 1 308 หมู่บ้านเชียงใหม่แลนด์ ถ.ช้างคลาน ต.ช้างคลาน อ.เมืองเชียงใหม่ จ.เชียงใหม่
สาขา เชียงใหม่ 2 310 หมู่บ้านเชียงใหม่แลนด์ ถ.ช้างคลาน ต.ช้างคลาน อ.เมือง จ.เชียงใหม่	สาขา เชียงใหม่ 3 อาคารมะลิเพลส 32/4 หมู่ที่ 2 ชั้น 1 ห้อง B1-1, B1-2 ต.แม่เหียะ อ.เมืองเชียงใหม่ เชียงใหม่	สาขา เชียงราย 353/15 หมู่ 4 ต.ริมกก อ.เมืองเชียงราย จ.เชียงราย	สาขา แม่สาย 119 หมู่ 10 ต.แม่สาย อ.แม่สาย จ.เชียงราย	สาขา นครราชสีมา 1242/2 ห้อง A3 ชั้น 7 สำนักงานเดอะมอลล์ นครราชสีมา ถ.มิตรภาพ ต.ในเมือง อ.เมืองนครราชสีมา จ.นครราชสีมา
สาขา สมุทรสาคร 813/30 ถ.นเรศวร ต.มหาชัย อ.เมืองสมุทรสาคร จ.สมุทรสาคร	สาขา ออนไลน์ภูเก็ต 22/18 ถ.หลวงพ่อดำคลอง ต.ตลาดใหญ่ อ.เมืองภูเก็ต จ.ภูเก็ต	สาขา หาดใหญ่ 1 200/221, 200/223 อาคารจุลดิศ หาดใหญ่พลาซ่า ชั้น2 ถ.นิพัทธ์อุทิศ 3 ต.หาดใหญ่ อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา	สาขา หาดใหญ่ 2 106 ชั้นลอย ถ.ประชาธิปไตย ต.หาดใหญ่ อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา	สาขา หาดใหญ่ 3 200/222, 200/224, 200/226 อาคารจุลดิศ หาดใหญ่พลาซ่า ชั้น2 ถ.นิพัทธ์อุทิศ 3 ต.หาดใหญ่ อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา
สาขา ดรง 59/28 ถ.ห้วยยอด ต.ทับเที่ยง อ.เมืองตรัง จ.ตรัง	สาขา สุราษฎร์ธานี 173/83-84 หมู่ 1 ถ.วัดโพธิ์-บางใหญ่ ต.มะขามเตี้ย อ.เมืองสุราษฎร์ธานี จ.สุราษฎร์ธานี	สาขา บัตตานี 300/69-70 หมู่ 4 ต.รสุมนีแอ อ.เมือง จ.ปัตตานี		

คำนิยามของคำแนะนำการลงทุน

BUY	"ซื้อ" เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทน 10%
HOLD	"ถือ" เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทน 0% - 10%
SELL	"ขาย" เนื่องจากราคาปัจจุบัน สูงกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน
TRADING BUY	"ซื้อเก็งกำไรระยะสั้น" เนื่องจากมีประเด็นที่มีผลบวกต่อราคาหุ้นในระยะสั้น แม้ว่าราคาปัจจุบันจะสูงกว่ามูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน
OVERWEIGHT	"ลงทุนมากกว่าตลาด" เนื่องจากคาดหวังผลตอบแทนที่ สูงกว่า ตลาด
NEUTRAL	"ลงทุนเท่ากับตลาด" เนื่องจากคาดหวังผลตอบแทนที่ เท่ากับ ตลาด
UNDERWEIGHT	"ลงทุนน้อยกว่าตลาด" เนื่องจากคาดหวังผลตอบแทนที่ ต่ำกว่า ตลาด

หมายเหตุ : ผลตอบแทนที่คาดหวังอาจเปลี่ยนแปลงตามความเสี่ยงของตลาดที่เพิ่มขึ้น หรือลดลงในขณะนั้น

DISCLAIMER: รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) "บริษัท" ข้อมูลที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ถูกจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อว่าหรือควรเชื่อว่ามีคุณภาพ เชื่อถือ และ/หรือมีความถูกต้อง อย่างไรก็ตามบริษัทไม่รับรองความถูกต้องครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว ข้อมูลและความเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลง แก้ไข หรือเพิ่มเติมได้ตลอดเวลาโดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า บริษัทไม่มีความประสงค์ที่จะชักจูงหรือชี้ชวนให้ผู้ลงทุน ลงทุนซื้อหรือขายหลักทรัพย์ตามที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ รวมทั้งบริษัทไม่ได้รับประกันผลตอบแทนหรือราคาของหลักทรัพย์ตามข้อมูลที่ปรากฏแต่อย่างใด บริษัทจึงไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการนำข้อมูลหรือความเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ไม่ว่ากรณีใดก็ตาม ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและใช้ดุลยพินิจอย่างรอบคอบในการตัดสินใจลงทุน

บริษัทขอสงวนลิขสิทธิ์ในข้อมูลและความเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ห้ามมิให้ผู้ใดนำข้อมูลและความเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ประโยชน์ คัดลอก ตัดแปลง ทำซ้ำ นำออกแสดงหรือเผยแพร่ต่อสาธารณชนไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วน โดยไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจากบริษัทล่วงหน้า การลงทุนในหลักทรัพย์มีความเสี่ยง ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและพิจารณาอย่างรอบคอบก่อนการตัดสินใจลงทุน

บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) อาจเป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) บนหลักทรัพย์ที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ โดยบริษัทฯ อาจจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าวนี้ ดังนั้น นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

Thai Institute of Directors Association (IOD) - Corporate Governance Report Rating 2018

ช่วงคะแนน	สัญลักษณ์	ความหมาย
100-90		ดีเลิศ
80-89		ดีมาก
70-79		ดี
60-69		ดีพอใช้
50-59		ผ่าน
<50	no logo given	n/a

สัญลักษณ์ **N/R** หมายถึง “ไม่ปรากฏชื่อในรายงาน CGR”

IOD (IOD Disclaimer)

ผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนที่แสดงไว้นี้ เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ("บริษัทจดทะเบียน") เปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินงานกิจการของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใดๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้

ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

โครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (THAI CAC)

1 ข้อมูล CG Score ประจำปี 2561 จาก สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย

2 ข้อมูลบริษัทที่เข้าร่วมโครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (Thai CAC) ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย

(ข้อมูล ณ วันที่ 31 สิงหาคม 2561) มี 2 กลุ่ม คือ

- ได้ประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วม CAC (Declared)
- ได้รับการรับรอง CAC (Certified)